

## 公司研究

## 行业：机械

评级：中性

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街九号  
院一号楼六层信达证券研发中心

张冬峰、左志方

SAC 执业证书 S1500209090113

010-63081269

zuozhifang@cindasc.com

## 工程机械：悲观预期下的结构性机会

2010 年 10 月 12 日

## 摘要

- 从 A 股市场各行业的估值情况来看，工程机械的估值水平处于相对较低的位置。静态 PE27.28 倍，仅高于化工、采掘和金融业；动态 PE15.34 倍，仅高于采掘、金融业。从工程机械行业的历史估值水平来看，无论是静态 PE、还是动态 PE，都处于历史的底部区域。
- 宏观经济背景不支持固定资产投资继续快速增长，明后年的固定资产投资增速下降成为市场的普遍预期。
- 2007 年以后，房地产行业的固定资产投资决定了工程机械行业的收入、利润增速。此次房地产调控针对的是一线城市房地产价格过高的问题，“国十条”及其后续政策从信贷额度、贷款利率、土地政策等方面进行了调控，导致部分城市的房地产市场成交量锐减，价格处于胶着状态，商品房销售出现了萎缩，进而导致了商品房开工率的下滑。
- 借助在资本市场的良好表现，上市公司提出了大规模的股权再融资计划，再融资信号向市场表明企业对自身股票价格高估的看法，也间接地显示了工程机械的景气高峰正在过去。
- 采掘业和制造业的复苏将会带动挖掘机和工程起重机的需求，进而成为房地产行业调控背景下工程机械行业新的刺激因素。重点推荐徐工机械、三一重工，建议关注中联重科、常林股份、厦工股份。

## 重点公司盈利预测

| 公司名称 | 评级 | 2010-10-11 | EPS   |       | PE(x) |       |
|------|----|------------|-------|-------|-------|-------|
|      |    | 价格         | 2009A | 2010E | 2009A | 2010E |
| 徐工机械 | 买入 | 40.49      | 2.01  | 2.90  | 20    | 14    |
| 三一重工 | 买入 | 30.24      | 1.32  | 2.06  | 23    | 15    |
| 中联重科 | 持有 | 11.52      | 0.52  | 0.75  | 22    | 15    |
| 常林股份 | 持有 | 10.95      | 0.14  | 0.66  | 78    | 16    |
| 厦工股份 | 持有 | 11.11      | 0.15  | 1.08  | 74    | 10    |

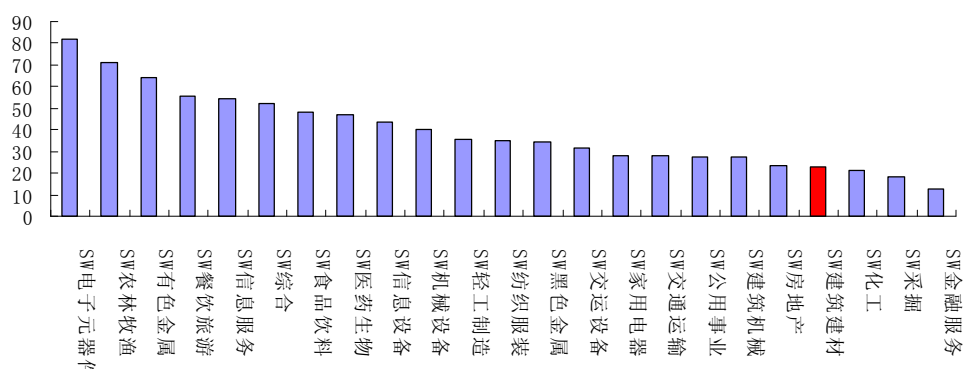
## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 工程机械估值处于底部区域.....             | 3  |
| 2. 工程机械低估值的逻辑解读.....             | 4  |
| 2.1 经济发展方式转型的宏观背景.....           | 4  |
| 2.2 房地产固定资产投资的悲观预期制约工程机械的需求..... | 4  |
| 2.3 上市公司大规模融资释放的负面信号.....        | 8  |
| 3. 关注挖掘机、工程起重机.....              | 9  |
| 3.1 采掘机复苏带来的挖掘机需求增长.....         | 9  |
| 3.2 制造业回暖刺激工程起重机需求.....          | 10 |
| 3.3 重点推荐上市公司.....                | 11 |

## 一、工程机械估值处于底部区域

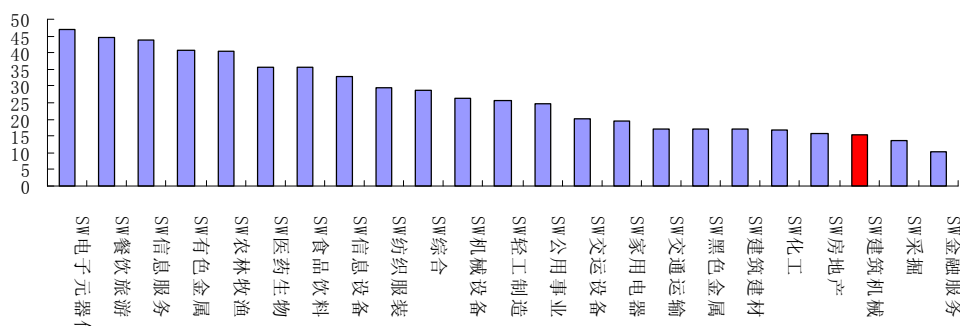
从 A 股市场各行业的估值情况来看，工程机械的估值水平处于相对较低的位置。静态 PE27.28 倍，仅高于化工、采掘和金融业；动态 PE15.34 倍，仅高于采掘、金融业。从工程机械行业的历史估值水平来看，无论是静态 PE、还是动态 PE，都处于历史的底部区域。

图 1:各行业静态 PE 横向比较



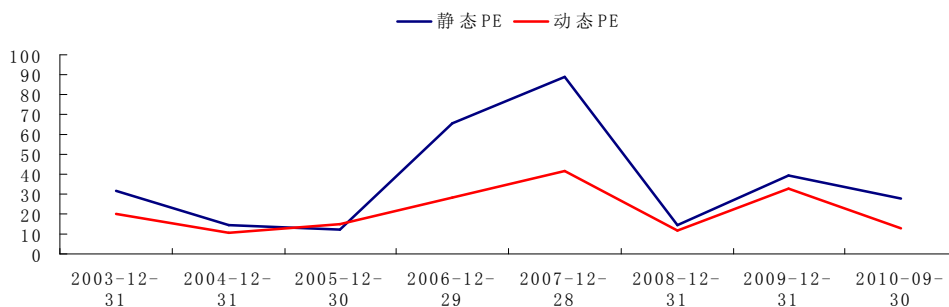
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 2:各行业动态 PE 横向比较



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

图 3:工程机械行业 PE 历史变化



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

## 二、工程机械低估值的逻辑解读

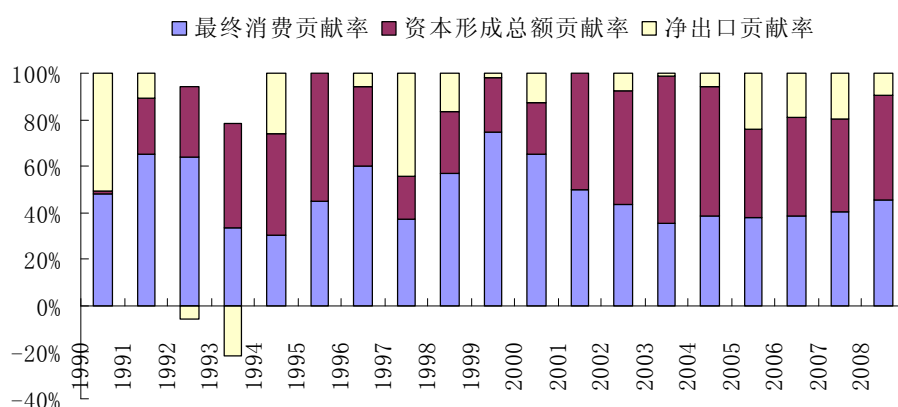
### 1、经济发展方式转型的宏观背景

中国经济过去三十年的高速发展，主要拉动方式是投资和出口，从经济周期波动的因素来看，投资波动成为经济波动的主要来源，出口次之。对于一个发展中国家而言，依靠投资和出口是拉动经济增长一个比较成熟的方式。但是，中国的经济总量已经跃居世界第二，投资所需要的原材料供给太大，出口依赖的国际市场空间有限，粗放型的增长方式正在失去微观基础。因此，改变经济发展方式是大势所趋，而国际金融危机是推动改革的外在动力，使经济转型更加迫切。

从政府的一系列政策制定方向来看，经济发展方式转变的主要路径之一是扩大居民消费需求，增强消费对经济增长的拉动作用。虽然消费需求短期快速提高的可能性较小，却是将来发展的大趋势，因此通过提高居民消费需求的拉动作用，必然会降低投资和出口的作用。

目前，固定资产投资，尤其政府主导的基础设施投资在城镇化进程中依然会有空间，但是增幅会越来越小；“非公经济 36 条”中指明的方向将是未来民间投资增长的主要领域，也是国内投资保持可持续发展的希望。我们认为，如果希望未来国内固定资产投资能够继续保持快速的增长，只有“非公经济 36 条”落实彻底，民间投资顺利启动才可能实现。而这一点在短期内发生的概率较低。因此，宏观经济背景不支持固定资产投资继续快速增长，明后年的固定资产投资增速下降成为市场的普遍预期。

图 4:中国 GDP 增长的贡献比例



数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

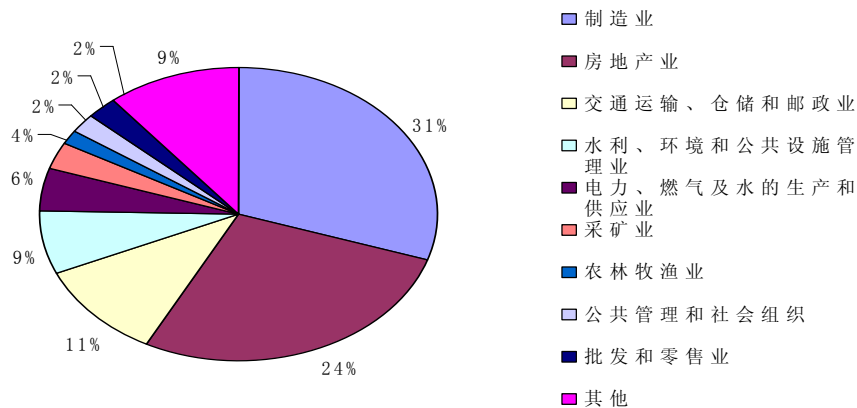
### 2、房地产固定资产投资的悲观预期制约工程机械的需求

#### (1) 房地产是国民经济的支柱产业

处于城镇化进程中的中国经济，虽然制造业占据固定资产投资中首位，但是

从单一子行业来看，房地产投资占比 24% 左右，而且房地产直接或间接影响到 60 多个行业，因此成为中国经济当之无愧的支柱产业。

图 5: 2010 年 1-7 月固定资产投资构成

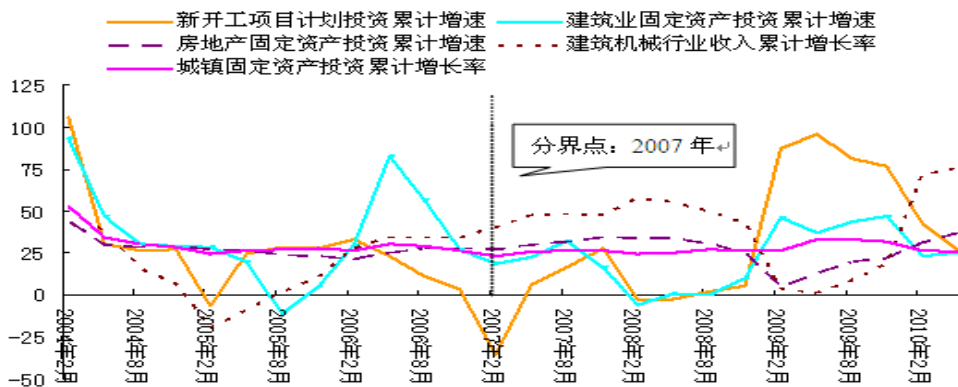


数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

## (2) 房地产固定资产投资决定机械行业的收入和利润增速

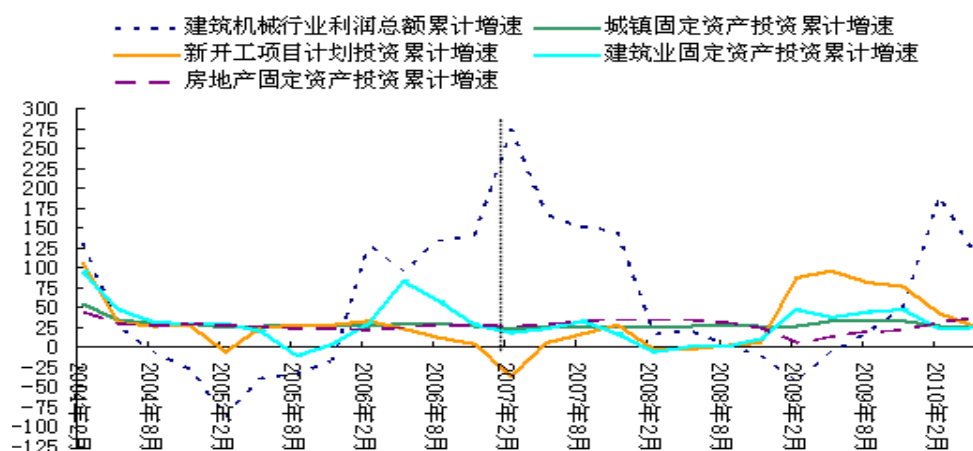
从整个时间跨度来看，建筑机械行业的收入、利润累计增速与房地产行业固定资产投资表现出较强的相关性，而与固定资产投资、新项目计划投资额和建筑业固定资产投资累计增速的相关性较弱。分时间段来看，**2007 年是一个分界点**。2007 年之前，建筑机械行业的收入和利润累计增速与固定资产投资、新开工计划投资额、建筑业固定资产投资和房地产投资累计增速都表现出较强的相关性；但是，2007 年之后，建筑机械行业的收入、利润累计增速与固定资产投资、新开工计划投资额、建筑业固定资产投资的累积增速相关性较弱，而与房地产行业固定资产投资的相关性却增强。可以说，2007 年以后房地产行业的固定资产投资决定了工程机械行业的收入、利润增速。

图 6: 建筑机械行业收入增长状况



数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

图 7: 建筑机械行业利润增长状况

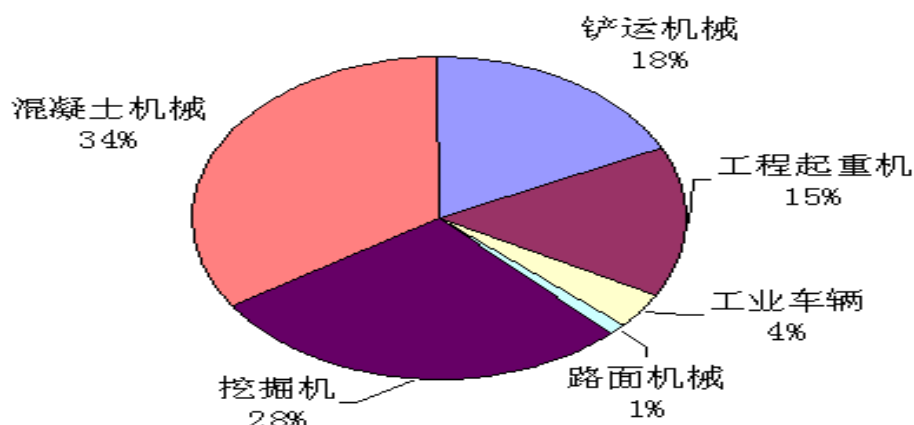


数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

### (3) 房地产影响力上升的简单分析

房地产对工程机械产品的需求主要是混凝土机械，其次是挖掘机、塔式起重机。另外，随着我国商品混凝土政策的推广，混凝土机械产销量得到了极大的发展，并成为拉动工程机械快速增长的主要动力之一。从工程机械行业的收入决定因素来看，混凝土机械和挖掘机是建筑机械的主要收入构成。因此，房地产行业通过对混凝土机械和挖掘机的需求影响整个工程机械行业的收入结构，进而成为工程机械是否景气的决定性因素。

图 8: 2009 年工程机械产品收入结构



注：假设挖掘机均价为 60 万元/台

数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

### (4) 政策打压下的房地产固定资产投资下降

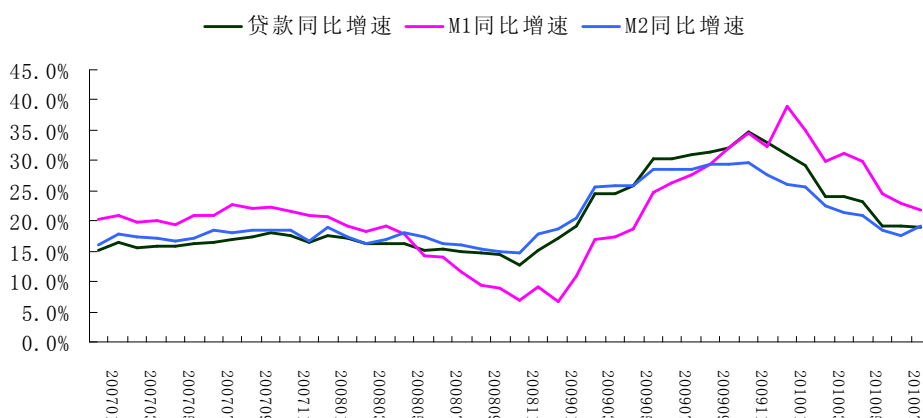
虽然从长期来看，中国的城镇化进程还会进一步深入，地少人多的局面短期

内无法改变，所谓的“刚性需求”成为房地产价格上涨的最佳理由。其他诸如通胀预期、土地增值、改善性需求等都成为房地产价格上涨的理由。

但是，长期的价格上涨也可能被短期的快速、大幅上涨所透支。经济学的基本原理表明，任何资产脱离基本面的上涨都会形成泡沫，基于价格上涨预期而进行的投资行为必然会导致泡沫的放大，而泡沫最终会破灭，房地产亦如此。为了防止价格泡沫破灭造成对实体经济的过度伤害，需要借助政府的有形之手对市场进行干预。政府干预的手段包括行政、金融、土地、税收等，此次调控除了税收手段之外，其他均已经使用。

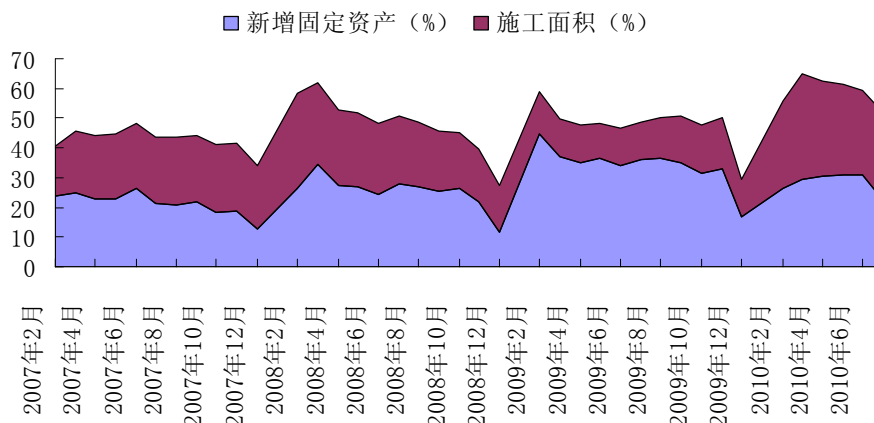
此次房地产调控针对的是一线城市房价过高的问题，“国十条”及其后续政策从信贷额度、贷款利率、土地政策等方面进行了调控，导致部分城市的房地产市场成交量锐减，价格正处于胶着状态，商品房销售出现了萎缩，进而导致了商品房开工率的下滑。

图 9: 货币供给量和信贷增速



数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

图 10: 房地产新增固定资产投资和施工面积同比增速



数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

#### (5) 房地产调控的目的是调价不调量

政府调控的目的是希望打压房地产价格，同时希望在合理价位上维持房地产的正常交易和投资。但是，在高位打压房地产，必然会导致房地产投资的下滑，因此政府通过保障房的建设对商品房投资下滑起到了一定的缓冲作用。从政府的态度来看，此次房地产调控的目的是房地产价格出现一定幅度的回落。

虽然以往的调控结果都是以失败告终，但是我们认为，如果房价继续在高位运行，政府将会继续对房地产市场保持高压，甚至出台新的调控措施，直到房地产价格下降到政府认可的区域。当然，由于房地产对中国经济特殊的重要性，政府希望通过保障房建设缓解居民住宅投资的下降，另外通过商业地产投资来弥补。因此，调价不调量是政府希望达到的调控目的。

### 3、上市公司大规模再融资释放的负面信号

虽然从相对估值上来讲，工程机械行业处于较低的估值水平。但是，从绝对水平来看，主要的行业龙头的估值已经处于历史的高位，例如三一重工、徐工机械、中联重科。借助在资本市场的良好表现，上市公司提出了大规模的股权再融资计划。融资的用途可以分为产业升级和产能扩张，产业升级主要是核心零部件制造、大吨位机械设备的研发制造，产能扩张主要是产品线的丰富、市场的扩张。无论是产业升级还是产能扩张，最终的结果都是产能扩张。

从对市场基本面的掌握来看，企业处于信息优势地位。企业融资理论的信号理论认为，股权融资表明企业认为公司股价高估；而在企业不缺乏资金的情况下的股权融资，信号理论的结论成立的可能性较大。

再融资信号向市场表明企业对自身股票价格高估的看法，也间接地显示了工程机械的景气高峰正在过去。

表 1：A 股工程机械上市公司再融资情况

| 上市公司 | 融资方式      | 拟融资规模     | 融资目的                                                                                                                     |
|------|-----------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 三一重工 | 发行 H 股    | --        | --                                                                                                                       |
| 中联重科 | 发行 H 股    | --        | 扩展国际销售网络，核心零部件制造等                                                                                                        |
| 徐工科技 | 非公开发行 A 股 | 不超过 50 亿元 | 大吨位全地面起重机及特种起重机产业化基地技改项目、大型履带式起重机技改项目、起重机出口能力技改项目、混凝土建设机械产业化基地技改项目、工程机械关键液压元件核心技术提升及产业化投资项目、工程机械新型传动箱关键零部件技改项目、工程机械新工艺驾驶 |

柳工 非公开发行 A 股 不低于 30.9 亿元

室等薄板件技改项目、信息化整体提升工程项目等9 个项目  
年产10,000 台工程机械项目、大吨位汽车、履带起重机项目、柳工工程机械液压元件研发制造基地项目、柳工北部工程机械研发制造基地项目、中恒国际租赁有限公司增资项目等

资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

### 三、关注挖掘机、工程起重机

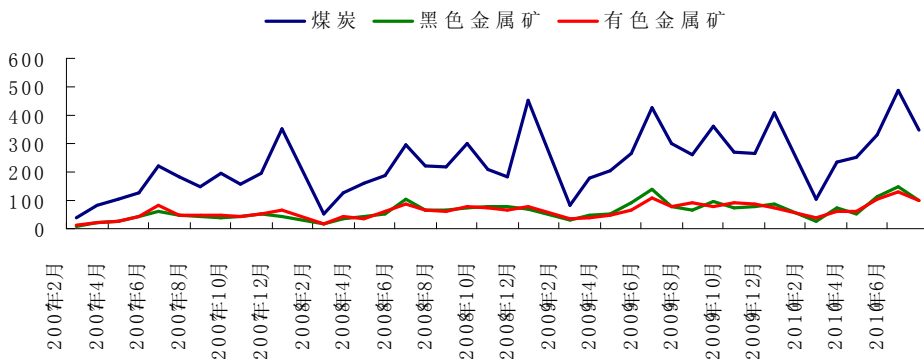
#### 1、采掘业复苏带来的挖掘机需求增长

工程机械的需求除了房地产行业，采掘业也是重要的组成部分。从煤炭行业的固定资产投资来看，经历了上半年的快速增长之后，开始出现下滑。主要原因是：煤炭现货价格自 2009 年初以来，走势较为平稳；国内钢铁产能过剩、节能减排等政策限制了煤炭产能的快速扩张，煤炭行业固定资产投资增速下滑。但是四季度用煤旺季的到来将会增加煤炭的需求，煤炭产能扩张将会加快。

有色金属矿的固定资产投资受到有色金属价格的影响较为明显。从目前有色金属价格的走势来看，受美国、日本等发达国家宽松货币政策的影响，通胀预期刺激全球大宗商品大幅上涨，黄金价格创出历史新高，铜价接近历史高点，其他金属锌、锡、铝都出现大幅度的上涨。有色金属矿的开采有望出现新一轮的扩张。

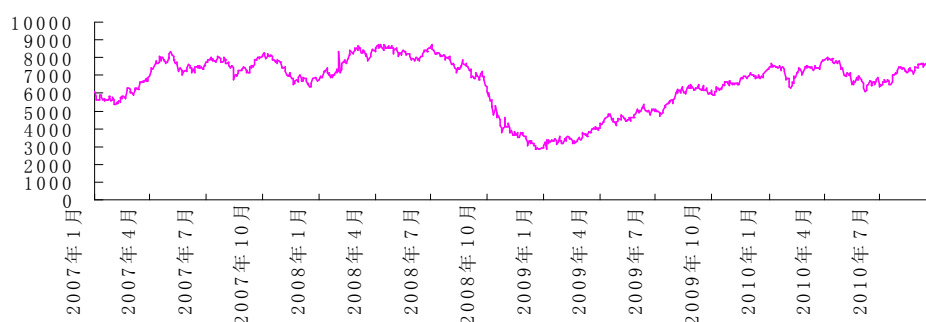
总而言之，四季度采掘业的固定资产投资增长将会带来挖掘机、装载机的大量需求。但是，装载机产能过剩，而且有被挖掘机替代的趋势，挖掘机的增长可能更快。

图 11：采掘业固定资产投资（单位：亿元）



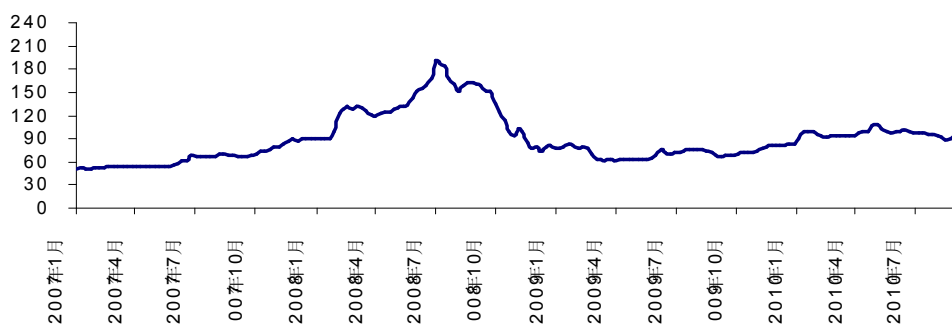
数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

图 12: LME 期铜价格 (美元/吨)



数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

图 13: 澳大利亚 BJ 煤炭现货价格 (美元/吨)

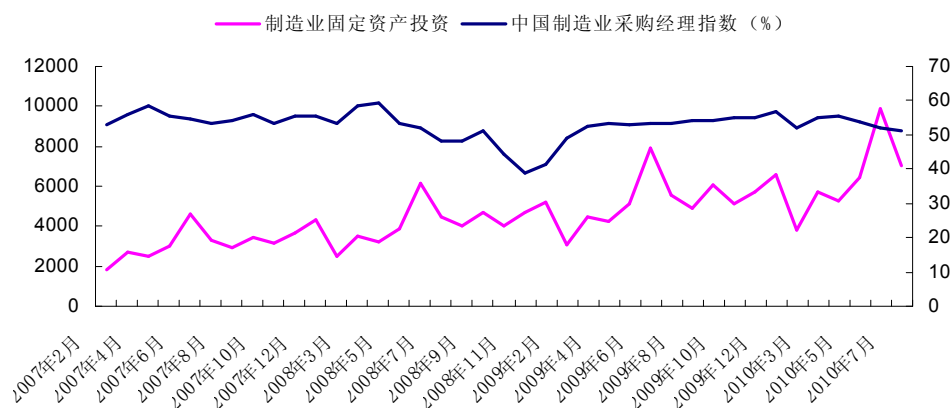


数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

## 2、制造业回暖刺激工程起重机需求

制造业的逐渐复苏将会带动工程起重机的需求。虽然 PMI 指数已经连续下滑 5 个月，但是 8 月份、9 月份已经开始上升，我们预计国内经济的复苏步伐不会停止，出口的逐渐恢复将会带动制造业的复苏，进而刺激制造业的固定资产投资。

图 14: 制造业固定资产投资和 PMI 指数 (单位：亿元)



数据来源：国家统计局，信达证券研究开发中心

图 15: 挖掘机产量

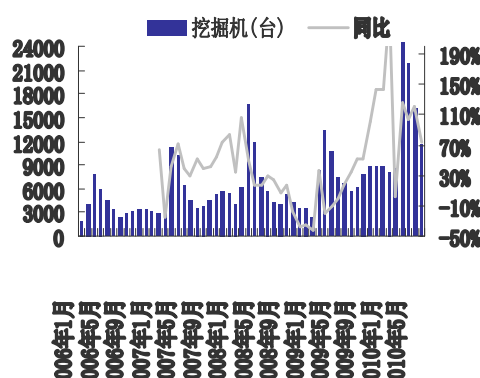
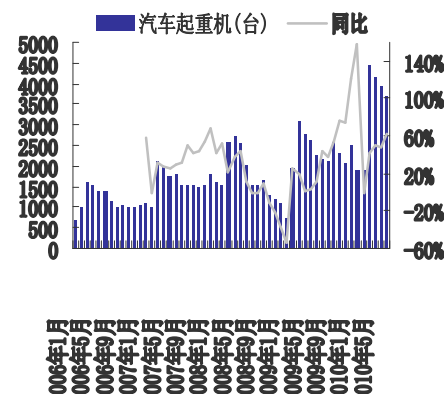


图 16: 汽车起重机产量



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

### 3、重点推荐上市公司

#### （1）挖掘机：三一重工、常林股份、厦工股份

三一重工通过注入三一重机的挖掘机业务，收购三一汽车的起重机业务之后，在工程机械领域形成了混凝土机械、起重机、挖掘机三驾马车驱动的格局，是工程机械行业的龙头企业。公司通过多年的海外扩张，期望降低对国内固定资产投资依赖水平，海外市场的复苏有望使公司迎来新一轮的高速成长期。预计公司2010年、2011年的EPS分别为2.06元、2.42元。

常林股份参股江苏现代，后者主营挖掘机业务，在国内市场占有较高的市场份额，是公司利润的主要来源，有望分享挖掘机市场快速成长的盛宴。预计公司2010年、2011年的EPS分别为0.66元、0.72元。

厦工股份主营业务是装载机和挖掘机，分别占比80%和13%，挖掘机是公司成长业务扩张的主要驱动力，新总裁上任带来的管理变革是推动公司业绩增长重要因素。预计公司2010年、2011年的EPS分别为1.08元、1.40元。

#### （2）工程起重机：徐工机械、中联重科

徐工机械是国内最大的工程起重机生产商，产品覆盖大、中、小吨位，市场份额达到50%以上；同时，兵工集团入主的预期成为市场关注的焦点。我们预计公司2010年、2011年的EPS分别为2.90元、3.31元。

中联重科的起重机业务占据国内市场份额的30%左右，是仅次于徐工机械的第二大起重机生产商，主要产品集中在中小吨位型号。公司目前募投的大吨位起重机项目已经进入生产阶段，产品需求非常旺盛。预计公司2010年、2011年的EPS分别为0.75元、0.92元。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                      |
|--------|------|-------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深300指数涨幅20%以上        |
|        | 买入   | 相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间   |
|        | 持有   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|        | 卖出   | 相对沪深300指数跌幅10%以上        |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对沪深300指数涨幅10%以上        |
|        | 中性   | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|        | 弱于大市 | 相对沪深300指数跌幅10%以上        |

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
邮编：100031  
传真：0086 10 63081102